

### 3. LA PROGRAMMATION PLURIANNUELLE

#### 3.1. LE VOLET MACROÉCONOMIQUE

Dans une approche pluriannuelle, il convient tout d'abord de s'interroger sur la croissance future de l'économie luxembourgeoise. Son estimation revêt, en effet, une importance particulière pour les projections pluriannuelles de finances publiques. En partant d'un scénario de croissance à moyen terme, les autres variables importantes, comme l'emploi, le coût salarial moyen, l'excédent brut d'exploitation, la consommation privée, etc. en sont dérivées. Ces variables importent dans la mesure où il s'agit de bases imposables qui influent directement sur les projections de recettes fiscales. Les projections de dépenses publiques dépendent également des projections macroéconomiques, mais dans une moindre mesure.

L'estimation de la croissance future de l'activité économique - mesurée par le PIB - n'est pas une chose aisée pour une petite économie très ouverte qui, de surcroît, est caractérisée par une forte concentration des activités dans le secteur des services financiers et des services en général. Les experts des organisations internationales s'accordent sur un ralentissement de la croissance tendancielle dans la zone euro et également au Luxembourg, entre autres à cause du vieillissement de la population. Dans son avis sur le projet de budget 2016, la BCL avait présenté plusieurs facteurs susceptibles d'influer sur la croissance future du Luxembourg<sup>252</sup>. Or, bien qu'on puisse s'accorder sur une croissance tendancielle plus faible qu'avant la crise financière de 2008-2009, l'étendue de cette correction reste incertaine. La crise financière date de plus d'une décennie et ses incidences directes sur l'économie luxembourgeoise se sont déjà estompées.

La pandémie de 2020-2021 s'est soldée par une récession, qui aurait pu entraîner une augmentation des faillites d'entreprises, ce qui aurait pesé sur le potentiel de production. *Ex post*, la récession aura été bien moins sévère qu'attendu par les observateurs et aussi qu'estimé initialement par le STATEC. Les conséquences structurelles de la pandémie, en termes d'une plus faible croissance potentielle, pourraient donc s'avérer moins néfastes, bien que la pandémie pourrait avoir des répercussions durables sur le fonctionnement de certaines branches d'activité ainsi que sur celui relatif au marché du travail.

Dans une approche prospective, les incidences de l'agression injustifiée de la Russie contre l'Ukraine qui a provoqué une hausse inégalée des prix de l'énergie, pourraient se pérenniser et peser sur le potentiel de production en Europe et, par ricochet, aussi sur celui du Luxembourg.

Face à une inflation très élevée, la BCE a resserré nettement les conditions de financement entre la mi-2022 et la fin 2023, ce qui a contribué à un fort ralentissement dans la zone euro dans un contexte d'incertitude élevée et de faiblesse de la demande extérieure. L'économie du Luxembourg a été plongée dans la récession, pour la deuxième fois dans une période plutôt courte. L'activité économique aurait reculé en 2023 d'une ampleur quasiment identique qu'observée lors de la pandémie, mais les répercussions sur le marché du travail ont été moins sévères qu'en 2020, en dépit de la hausse du chômage et du ralentissement de l'emploi.

Les données de la comptabilité nationale servent à estimer le potentiel de production et le ralentissement de la croissance moyenne a des répercussions sur les estimations de la croissance potentielle future. Le STATEC adapte régulièrement ses estimations du PIB. A des intervalles réguliers, des changements méthodologiques sont aussi introduits au niveau européen, ce qui, pour des raisons de cohérence temporelle, nécessite une actualisation des données historiques. Dans le cas actuel, les données ont été revues depuis 2019 et, dans son ensemble, ces révisions ont été plutôt contenues.

252 BCL (2016) Avis sur le projet de budget 2016, p.154.

La pandémie et le rebond post-pandémique ont eu des répercussions importantes sur le fonctionnement de l'économie, ce qui a sans doute compliqué davantage la transcription des flux économiques dans la comptabilité nationale.

### Révisions des données de la comptabilité nationale

Depuis la présentation du projet de budget 2023, les données historiques du PIB en valeur ont été sujettes à des révisions comparativement contenues. D'une part, les adaptations des données se limitent aux années récentes. D'autre part, en absolu, l'envergure des révisions est moindre<sup>253</sup>.

Le tableau 41 présente les taux de variations annuels pour le PIB en valeur, le PIB en volume et le déflateur du PIB telles qu'ils ont été publiés par le STATEC en mars 2024 (lignes 1-3) et les différences par rapport aux estimations antérieures qui étaient disponibles lors de la présentation du projet de budget 2023 (lignes 4-6).

Tableau 41 :

#### Estimations de la comptabilité nationale et révisions par rapport aux estimations antérieures (taux de variation annuels moyens, respectivement en points de pourcentage)

	2019	2020	2021	MOYENNE 2019-2021
(en %)	<b>Estimations de décembre 2023</b>			
1 PIB en valeur	3,8	3,4	12,1	6,4
2 PIB en volume	2,9	-0,9	7,2	3,1
3 Déflateur du PIB	0,9	4,3	4,6	3,3
(en p.p.)	<b>Différences par rapport aux estimations d'octobre 2022</b>			
4 PIB en valeur	0,1	-0,5	0,5	0,0
5 PIB en volume	0,6	-0,1	2,1	0,8
6 Déflateur du PIB	-0,5	-0,4	-1,5	-0,8

Sources : STATEC, calculs BCL

En moyenne sur les années 2019-2021, le taux de variation annuel du PIB en valeur s'élève à +6,4 %, soit un niveau inchangé par rapport aux estimations d'octobre 2022. Cependant une révision à la hausse de 0,8 p.p. de la croissance du PIB en volume, dont la progression moyenne s'établit désormais à 3,1 %, a été contrebalancée par une révision à la baisse de même ampleur de la variation du déflateur du PIB, dont la hausse s'établit désormais à 3,3 %.

Les changements les plus importants concernent 2021, l'année de la relance économique post-pandémique. La variation du PIB en volume pour cette année a été revue à la hausse et celle des prix a été revue à la baisse. Cela aboutit à un taux de variation annuel du PIB en valeur pour 2021 de +12,1 %, soit 0,5 p.p. de plus qu'estimé encore en octobre 2022. Dans son ensemble, l'incidence de la pandémie sur l'économie luxembourgeoise a donc été contenue.

Le STATEC n'a pas publié une documentation détaillant davantage ces révisions ou encore identifiant les facteurs sous-jacents à ces dernières, ce qui est regrettable puisque des explications aideraient l'utilisateur à en faire une interprétation appropriée. Ceci importe dans le contexte actuel puisque les révisions pour l'année 2021 ne sont pas négligeables et ont, de ce fait, une incidence sur les estimations du potentiel de croissance et les projections.

<sup>253</sup> En octobre 2021, les données de la comptabilité nationale avaient été revues plus fortement. Voir l'avis de la BCL sur le projet de budget 2022.

## Projections dans les documents budgétaires

Le tableau 42 présente les données historiques de la comptabilité nationale et les projections macroéconomiques détaillées telles qu'elles ressortent des documents budgétaires les plus récents.

Tableau 42 :

### Évolution du PIB en valeur, du PIB en volume et du déflateur du PIB au Luxembourg (resp. en millions d'euros, en % et en indice (2015=100))

	PIB EN VALEUR	VAR. ANNUELLE	PIB EN VOLUME	VAR. ANNUELLE	DÉFLATEUR DU PIB	VAR. ANNUELLE
2008	40 010	6,3	48 488	-0,3	82,5	6,6
2009	39 051	-2,4	46 917	-3,2	83,2	0,9
2010	42 403	8,6	48 682	3,8	87,1	4,6
2011	44 324	4,5	49 190	1,0	90,1	3,4
2012	46 526	5,0	50 002	1,6	93,0	3,3
2013	49 095	5,5	51 588	3,2	95,2	2,3
2014	51 791	5,5	52 941	2,6	97,8	2,8
2015	54 142	4,5	54 142	2,3	100,0	2,2
2016	56 208	3,8	56 838	5,0	98,9	-1,1
2017	58 169	3,5	57 586	1,3	101,0	2,1
2018	60 121	3,4	58 288	1,2	103,1	2,1
2019	62 432	3,8	59 988	2,9	104,1	0,9
2020	64 524	3,4	59 442	-0,9	108,5	4,3
2021	72 361	12,1	63 703	7,2	113,6	4,6
2022	77 529	7,1	64 583	1,4	120,0	5,7
2023*	80 632	4,0	63 937	-1,0	126,0	5,0
2024*	84 064	4,3	65 215	2,0	128,9	2,3
2025**	88 567	5,4	67 172	3,0	132,0	2,4
2026**	92 693	4,7	69 053	2,8	134,6	1,9
2027**	97 291	5,0	70 986	2,8	137,5	2,2

Sources : STATEC, projet de budget 2024, calculs BCL. \*prévisions du projet de budget 2024, \*\*LPPF 2023-2027

Le tableau 43 présente les projections macroéconomiques telles qu'elles ressortent des projets de loi de programmation financière pluriannuelle pour les trois années suivant l'année pour laquelle le projet de budget a été préparé. Ces projections sont généralement peu influencées par les aléas conjoncturels de même que par les révisions des données les plus récentes. Par conséquent, ces projections se caractérisent par un profil assez lisse, aussi parce qu'il n'est guère possible de prévoir des chocs macroéconomiques. Ces projections s'avèrent également être assez stables, variant peu d'un exercice à l'autre.

La deuxième colonne du tableau présente les projections du projet de loi actuel couvrant les années 2025 à 2027. La troisième colonne présente les projections incluses dans la loi votée en décembre 2022 et qui couvrait les années 2024 à 2026. Enfin, la quatrième colonne présente les différences entre ces deux jeux de projections.

Dans les trois dernières colonnes, les données historiques de trois sous-périodes sont présentées, à savoir les sept années qui précédaient la crise financière de 2008-2009, les douze années qui ont fait suite à cette dernière y compris la pandémie (il s'agit de l'année 2020 avec l'affaissement de la croissance et l'année 2021 avec le rebond) et une période plus récente couvrant les années 2015 à 2019, mais qui exclut donc les années de la pandémie et aussi la récession de 2023.

Tableau 43 :

**Projections macroéconomiques à moyen terme (taux de variation annuels moyens)**

	PROJET DE LOI 2024 [2025-2027] (EN %)	PROJET DE LOI 2023 [2024-2026] (EN %)	DIFFÉRENCES (EN P.P.)	DONNÉES (2001-2007) (EN %)	DONNÉES (2010-2022) (EN %)	DONNÉES (2015-2019) (EN %)
PIB en valeur	5,0	3,6	1,4	7,3	5,4	3,8
PIB en volume	2,9	2,2	0,7	4,2	2,5	2,5
Déflateur du PIB	2,1	1,4	0,8	3,0	2,9	1,3
PIB potentiel <sup>254</sup>	2,2	2,2	0,0			
Ecart de production (en % de la production potentielle)	-0,9	-0,8	-0,1			
IPCN	2,1	1,9	0,2	2,4	2,0	1,2
Différentiel d'inflation entre le déflateur du PIB et l'IPCN	0,0	-0,5	0,5	0,6	0,9	0,1

Sources : budget 2023, projet de budget 2024, programmations pluriannuelles 2022-2026 et 2023-2027, STATEC, calculs BCL

En ce qui concerne le PIB en valeur, la progression moyenne sur la période 2025-2027 serait de 5,0 %, soit un rythme supérieur à la croissance observée au cours de la période 2015-2019 (3,8 %). Elle serait aussi de 1,4 p.p. supérieure aux prévisions du gouvernement faites en octobre 2022 et qui concernaient la période 2024-2026. Il s'agit donc de progressions qui ont été revues à la hausse, mais qui restent en-deçà de la croissance moyenne observée depuis la crise financière (5,4 %). Cette trajectoire semble plus appropriée que celle encore présentée dans le budget 2023, qui était marquée par une croissance très faible du PIB en valeur. Malheureusement, la documentation budgétaire ne fournit aucune explication sur ces révisions relativement importantes.

En ce qui concerne le PIB en volume, la croissance moyenne serait de 2,9 % sur les années 2025 à 2027, soit 0,7 p.p. de plus que ce qui était anticipé précédemment pour la période 2024-2026. La révision est importante et on peut s'interroger sur les facteurs sous-jacents ayant entraîné ces révisions. En ce qui concerne les données historiques, la croissance moyenne a été moins élevée (2,5 %), notamment si on inclut la période depuis la pandémie. Par rapport à la projection pour 2024 (croissance du PIB en volume de +2,0 %), le gouvernement prévoit donc une poursuite de l'accélération de la croissance du PIB en volume pour la période de 2025 à 2027. La croissance du PIB en volume serait de 3,0 % en 2025 avant de ralentir légèrement à 2,8 % en 2026 et 2027.

La croissance moyenne escomptée sur la période 2025-2027 est quant à elle supérieure à l'estimation de la croissance potentielle (+2,2 % en moyenne).

Le projet de budget 2024 ne fournit aucune information sur le scénario relatif aux perspectives macroéconomiques à moyen terme, c'est-à-dire au-delà de 2024.

Les estimations de la croissance potentielle sont quasiment inchangées par rapport au budget 2023. La hausse moyenne du PIB potentiel est estimée à 2,2 % sur la période 2025-2027, soit au même niveau que la croissance potentielle sur la période 2024-2026 du budget 2023.

L'écart de production (exprimé en pourcentage du PIB potentiel) serait de -0,9 % en moyenne sur les 3 années (2025-2027) suivant l'année budgétaire, proche de la projection de -0,8 % lors de l'exercice précédent. Le profile a toutefois changé.

254 Il s'agit des estimations du STATEC publiées dans le projet de budget 2024 (p. 12). Dans l'annexe 7 de la LPFP 2023-2027 (Le passage des soldes nominaux aux soldes structurels) la croissance potentielle (l'écart de production) est estimé(e) à 2,4 % (-1,3 %) en moyenne sur la période 2025-2027.

Le scénario macroéconomique de la programmation pluriannuelle actuelle montre que l'écart de production, qui s'était refermé en 2022, du fait du fort rebond post-pandémique en 2021, s'est élargi considérablement en 2023 (-2,6 %) avec la récession économique. L'écart de production n'évoluerait guère en 2024 (-2,4 %) avant de se rétrécir, de 1,5 % en 2025 à -0,4 % en 2027. Malgré une croissance moyenne du PIB en volume supérieure à sa moyenne historique (2010-2022) et dépassant la croissance potentielle sur la période de 2025 à 2027, l'écart de production resterait négatif jusqu'à la fin de l'horizon de projection. En l'absence d'une récession en 2023, l'écart de production se serait fermé, voire serait devenu positif sur cette même période.

Un écart de production négatif implique que l'estimation de la composante cyclique du solde budgétaire serait négative. Ceci aurait comme conséquence que le solde apuré de la conjoncture (solde structurel) se situerait à un niveau supérieur au solde nominal. A son tour, ceci aurait comme conséquence que l'« effort budgétaire » nécessaire pour respecter les règles budgétaires - la différence entre l'Objectif à moyen terme (OMT) et le solde structurel - serait moins important que le solde nominal ne le suggère<sup>255</sup>.

L'IPCN progresserait de 2,1 % en moyenne sur la période 2025-2027, ce qui serait légèrement plus qu'anticipé en automne 2022 pour la période 2024-2026 (+0,2 %). Cette variation annuelle moyenne serait aussi légèrement supérieure à la hausse annuelle moyenne observée depuis la crise financière (2,0 %). La différence par rapport à la période de très faible inflation tel qu'observé avant la pandémie (1,2 %) est encore plus marquée.

Le déflateur du PIB<sup>256</sup> mesure l'évolution du prix de vente de la production finale de biens et services générée sur le territoire national. Le projet de budget ne présente pas cet indicateur, mais on peut le calculer implicitement en divisant le PIB en valeur par le PIB en volume.

La progression moyenne du déflateur du PIB serait de 2,1 % en moyenne sur les années 2025 à 2027, soit un niveau supérieur à sa progression avant la pandémie (+1,3 % sur la période 2015-2019), mais bien inférieure à sa progression moyenne observée depuis 2010 (+2,9 %). Sa progression a été revue à la hausse (0,7 p.p.) par rapport aux anticipations précédentes pour la période 2024-2026.

On peut décomposer la variation du déflateur du PIB en une variation de l'indice des prix à la consommation national (IPCN) et en une composante résiduelle – le différentiel d'inflation de ces indices de prix – cette dernière représentant (approximativement) l'incidence des termes de l'échange sur la variation du déflateur du PIB<sup>257</sup>.

255 Dans le cas où l'OMT est déjà atteint, cela impliquerait alors l'existence d'une « marge de manœuvre budgétaire ». Nous faisons ici l'hypothèse que les règles budgétaires nationales continuent à incorporer un OMT national. L'OMT ne sera plus utilisé dans les règles budgétaires européennes, une fois que la réforme de la gouvernance européenne entrera en vigueur sera mise en œuvre. Pour plus de détails, voir la partie 4 du présent avis.

256 Pour une analyse détaillée, voir « Le déflateur du PIB » dans le bulletin 2021-2 de la BCL disponible sous [https://www.bcl.lu/fr/publications/bulletins\\_bcl/Bulletin-BCL-2021\\_2/226423\\_BCL\\_BULLETTIN\\_2-2021\\_Chap1.pdf](https://www.bcl.lu/fr/publications/bulletins_bcl/Bulletin-BCL-2021_2/226423_BCL_BULLETTIN_2-2021_Chap1.pdf).

257 Le calcul du différentiel d'inflation entre le déflateur du PIB et l'IPCN permet de donner une interprétation aux projections du déflateur du PIB. Ce différentiel d'inflation correspond (approximativement) à l'incidence des termes de l'échange sur le déflateur du PIB. Lorsque ce différentiel d'inflation est positif, les termes de l'échange - le rapport entre les prix à l'exportation et les prix à l'importation - ont une incidence positive sur la variation du déflateur du PIB, et *vice versa*. Une amélioration des termes de l'échange augmente le PIB en valeur et donc aussi le revenu intérieur brut de l'économie. En général, dans les grandes économies, la contribution des termes de l'échange à la variation du déflateur du PIB est, en moyenne, nulle et, par conséquent, l'évolution du déflateur du PIB est assez proche de l'évolution du déflateur de la demande domestique, et, puisque la consommation privée compte pour la plus grande part de la demande domestique, également de l'indice des prix à la consommation. Au Luxembourg, ceci n'a pas été le cas et les termes de l'échange se sont améliorés depuis 1995, et sur la période 2007-2014 en particulier. Ainsi, le différentiel d'inflation entre le déflateur du PIB et l'IPCN a été positif, de 0,6 p.p. sur la période 2001-2007 et même de 0,9 p.p. sur les années après la crise financière.



L'incidence des termes de l'échange sur la variation du déflateur du PIB serait de 0,0 p.p. en moyenne sur les années 2025-2027. Elle serait plus positive que par rapport au budget précédent pour les années 2024-2026 (-0,5 p.p.), proche de son niveau précédant la pandémie (+0,1 p.p.), mais se situerait également à un niveau bien inférieur à celui observé en moyenne depuis 2010 (+0,9 p.p.).

Il serait opportun d'expliquer les taux de progression très élevés du déflateur du PIB depuis l'émergence de la pandémie (en moyenne de +4,9 % de 2020 à 2023). Il s'agit des hausses les plus importantes observées depuis 2010 et ce, sur une période assez longue de quatre années. Elles sont intervenues alors que l'économie a connu deux périodes de récession (2020 et 2023). De manière comptable, ces variations expliquent presque trois-quarts de la variation du PIB en valeur, et par là même, beaucoup plus que les variations du PIB en volume.

Durant plusieurs années consécutives (2021-2025), les taux de progression de l'IPCN et du déflateur du PIB seraient élevés (respectivement 3,6 % et 4,4 % en moyenne) et de surcroît bien supérieurs à leurs moyennes historiques. Cette inflation élevée et soutenue coïnciderait donc avec une position cyclique négative, ce qui amène à s'interroger sur la cohérence entre l'écart de production et les tensions qui peuvent exister sur les prix des biens et services.

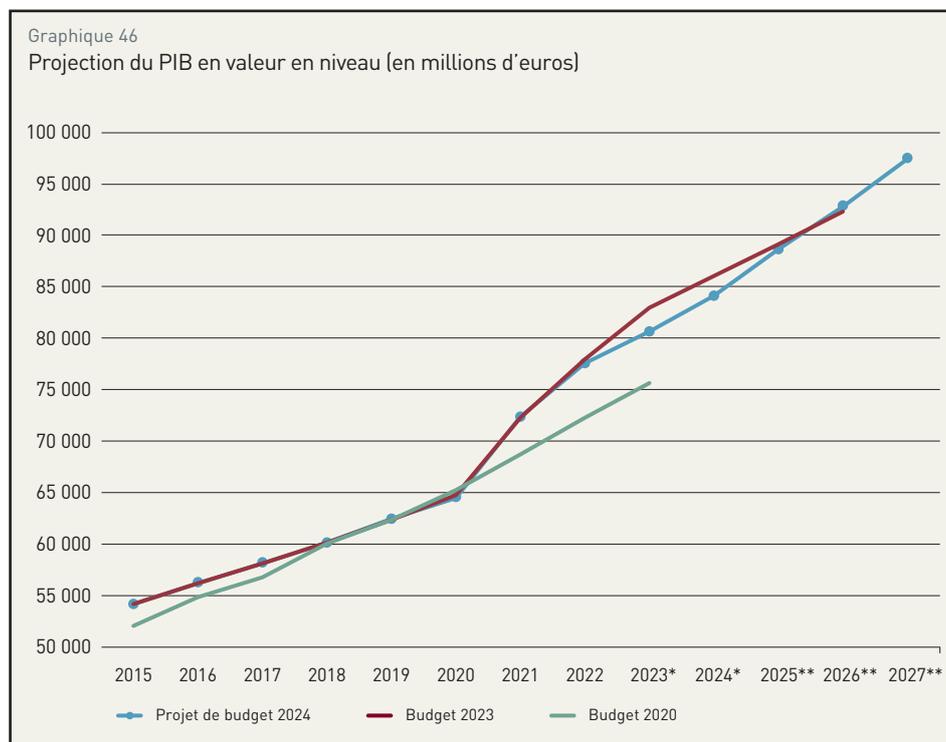
#### **Incidence des récessions sur les niveaux des agrégats macroéconomiques et implications pour les soldes budgétaires**

La présentation classique des projections de la programmation pluriannuelle est utile en temps normaux. Elle présente néanmoins un inconvénient si l'économie vient de traverser une période de récession profonde et/ou longue, car la récession a une incidence sur le niveau du PIB, mais elle n'apparaît plus dans la comparaison des taux de croissance des années subséquentes. La sortie immédiate de la récession a aussi une incidence sur les taux de croissance puisque, généralement, ces taux de croissance sont temporairement très élevés, ce qui peut fausser les comparaisons. De plus, dans une étape subséquente, la récession peut aussi avoir des effets persistants (à la baisse) sur les taux de croissance économique, soit parce que la croissance mondiale est durablement impactée, soit parce que les agents économiques entament un processus d'assainissement dans le but d'apurer les répercussions de la récession sur leurs bilans financiers, ce qui pèse sur la croissance de l'économie domestique<sup>258</sup>. Ceci avait par exemple été le cas à la sortie de la récession de 2008/2009, aussi bien dans la zone euro qu'au Luxembourg. Au Luxembourg, la hausse moyenne du PIB en valeur (PIB en volume) n'avait plus été de 4,8 % (2,5 %) en moyenne sur la période 2010-2019, contre 7,3 % (4,2 %) lors des sept années précédant cette crise.

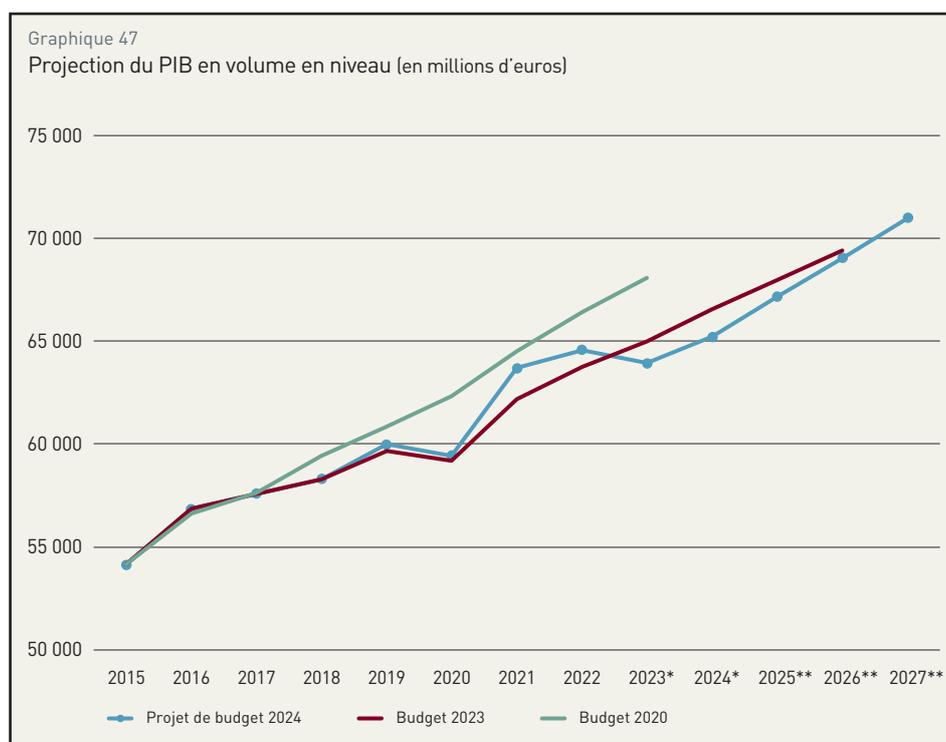
<sup>258</sup> Il peut s'agir, entre autres, d'un processus de désendettement des entreprises et/ou des ménages ou d'un réajustement de la politique budgétaire, des processus qui sont tous susceptibles de ralentir la croissance économique.

A cet effet, il est utile de compléter la présentation des projections des taux de croissance à moyen terme par une analyse des séries en niveau.

Les trois graphiques suivants présentent les niveaux du PIB en valeur, du PIB en volume et du déflateur du PIB tels que présentés dans la documentation budgétaire actuelle (projet de budget 2024), de l'année précédente (budget 2023) et du dernier budget avant la pandémie (budget 2020).

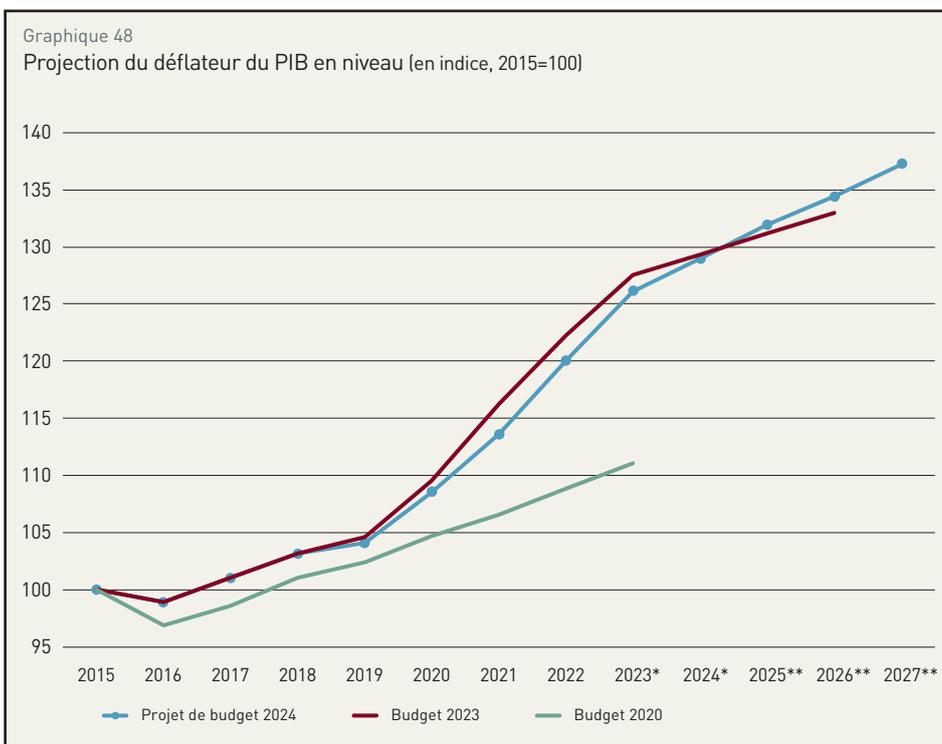


Sources : budgets 2020 et 2023, projet de budget 2024, programmations pluriannuelles 2019-2023, 2022-2026 et 2023-2027, STATEC, calculs BCL



Note : La série relative au budget 2020 a été rebasée en 2015=100 pour que les niveaux de départ des 3 séries coïncident.

Sources : budgets 2020 et 2023, projet de budget 2024, programmations pluriannuelles 2019-2023, 2022-2026 et 2023-2027, STATEC, calculs BCL



Note : La série relative au budget 2020 a été rebasée en 2015=100 pour que les niveaux de départ des 3 séries coïncident.

Sources : budgets 2020 et 2023, projet de budget 2024, programmations pluriannuelles 2019-2023, 2022-2026 et 2023-2027, STATEC, calculs BCL

L'économie luxembourgeoise a connu deux récessions dans un laps de temps relativement court : en 2020 en raison de la crise sanitaire, et en 2023 dû à une faible performance du secteur financier.

La trajectoire du PIB en valeur est restée largement inchangée par rapport aux projections du budget 2023. Elle reste aussi supérieure à la trajectoire retenue dans le dernier budget avant la pandémie (budget 2020). Il n'y aurait donc pas eu d'incidence négative de la pandémie sur le niveau du PIB en valeur.

Toutefois, le profil de la trajectoire du PIB en valeur a changé pour la période de projection (2023-2027). Ainsi, le niveau du PIB en valeur a été révisé à la baisse pour 2023 et 2024 par rapport au budget précédent. A la fin de l'horizon de projection, il reviendrait

néanmoins à un niveau déjà prévu dans le budget précédent. A moyen terme, les auteurs du projet de budget ne s'attendent donc pas à un impact négatif et durable de la récession de 2023 sur le PIB en valeur.

La trajectoire du PIB en volume a été revue à la hausse dans le projet de budget 2024 par rapport au budget 2023, en ce qui concerne le passé récente (2019-2022), en raison notamment d'une reprise plus forte que prévu en 2021. Son niveau reste cependant toujours en-deçà de celui qui figurait comme hypothèse dans le budget d'avant la pandémie. Pour la période de 2024 à 2026 néanmoins, la trajectoire du PIB en volume a été abaissée dans le projet de budget 2024 par rapport au budget 2023, largement à cause de la récession en 2023. Compte tenu de la trajectoire prévue au-delà de 2024, le PIB en volume ne retrouverait son niveau prévu dans le budget 2023 qu'à la fin de 2026 et resterait de ce fait aussi inférieur au niveau qui aurait pu prévaloir dans le budget 2020.

La trajectoire du déflateur du PIB a été revue à la baisse pour la période de 2019 à 2024 et à la hausse pour le reste de l'horizon de projection. Elle reste à un niveau bien plus élevé qu'anticipé lors du budget d'avant la pandémie. Ceci est d'une part le résultat de la hausse des prix très importante observée lors de la pandémie, aussi bien en 2020 qu'en 2021<sup>259</sup>, et d'autre part, de la très forte inflation qui a persisté en 2022 et 2023, dans le contexte de l'envolée des prix de l'énergie. L'inflation serait plus modérée au cours des années suivantes.

259 L'inflation élevée en 2021 se situe dans le contexte du fort rebond cyclique et le fait que beaucoup de branches étaient confrontées à des ruptures de leurs chaînes d'approvisionnement elles-mêmes provoquées par des fermetures de sites de production dues à la pandémie, le tout dans un contexte avec un soutien budgétaire important et un marché du travail de plus en plus étroit.

Finalement, le bilan quant aux répercussions des deux récessions en 2020 et 2023 sur l'activité économique au Luxembourg est mixte. Si l'on estime ces répercussions par la différence entre les deux courbes (projet de budget 2024 - budget 2020), alors, pour le PIB en volume, la perte cumulée sur les années 2020-2026 serait de -38 %<sup>260</sup>.

En revanche, en ce qui concerne le PIB en valeur, il n'y aurait aucune perte cumulée d'activité économique et de revenu pour l'ensemble de l'économie pour les années 2020 à 2026. Au contraire, il y aurait un gain de 49 % et qui serait donc dû à la forte progression des prix et de surcroît bien plus élevée que prévu dans le budget 2020.

Economiquement, une croissance du PIB en valeur qui repose principalement sur une inflation élevée, comme c'est le cas sur la période 2022-2023, est qualitativement inférieure à un partage prix/volume du PIB en valeur qui serait davantage tourné vers les volumes<sup>261</sup>.

D'un point de vue budgétaire néanmoins, et en ce qui concerne de nombreuses recettes fiscales (TVA, IRPP), la variation du revenu nominal est déterminante et son partage prix/volume importe peu<sup>262</sup>. A court terme, une hausse imprévue de l'inflation a une incidence positive sur ces recettes<sup>263</sup>. De ce fait, il faut aussi s'attendre à observer des retombées positives de la hausse du PIB en valeur sur les recettes des administrations publiques, qui devraient donc connaître une évolution bien plus favorable qu'anticipé précédemment<sup>264</sup>.

Lors d'une récession, les dépenses publiques augmentent généralement, ne fut-ce qu'à cause des stabilisateurs automatiques (dépenses supplémentaires dues à une hausse du chômage), ce qui induit un effet négatif sur le solde public.

Lorsque l'inflation s'avère plus élevée que prévu, les dépenses augmentent également de manière plus dynamique que prévu. D'une part, l'inflation générale renchérit les prix de biens et services consommés par les administrations publiques. D'autre part, l'indexation automatique des salaires à l'évolution des prix répercute la hausse de l'inflation sur les salaires et de ce fait, les dépenses des administrations publiques relatives à la rémunération des salariés augmentent aussi plus fortement que prévu.

Depuis 2020, les différentes crises ont engendré des hausses importantes et imprévues de dépenses publiques. Lors de la pandémie, les dépenses en soins de santé ont augmenté fortement de même que celles réalisées dans le but de subvenir en aide aux ménages (chômage partiel) et aux entreprises. Ces dépenses exceptionnelles, qui ont été considérables en 2020, se sont largement amoindries en 2021

260 Ces calculs ont été effectués en prolongeant les trajectoires du PIB en volume du budget 2020 par extrapolation linéaire.

261 On associe la variation du PIB en volume avec la création de richesse produite et la hausse des prix avec une baisse du pouvoir d'achat.

Dans le cas du Luxembourg, il faut nuancer puisqu'une part importante de la hausse du déflateur du PIB peut provenir d'une incidence positive des termes de l'échange. Dans ce cas, la hausse des prix n'est pas synonyme d'une baisse du pouvoir d'achat de l'économie, mais, à volumes inchangés, elle augmente le revenu réel de l'économie.

262 Ceci n'est donc pas le cas pour les recettes fiscales qui dépendent du « volume » de consommation, comme les droits d'accise (fixes) sur l'alcool, le tabac ou les carburants.

263 Il s'agit d'un raisonnement statique qui fait abstraction des incidences indirectes et secondaires d'une inflation élevée sur la croissance économique (à travers des dépenses de consommation et d'investissement plus basses) et le niveau des taux d'intérêt (ce qui aurait une incidence sur la charge d'intérêts sur la dette).

264 Généralement, on considère le PIB en valeur comme étant une bonne approximation d'une base fiscale au niveau de l'économie prise dans son ensemble. On admet aussi généralement que les recettes fiscales augmentent, toutes choses égales par ailleurs, approximativement au même rythme que le PIB en valeur (élasticité unitaire).



avant de s'estomper complètement en 2022. En 2022, dans le contexte de la très forte hausse des prix de l'énergie, de nouvelles mesures ont été mises en œuvre, visant principalement à contenir la hausse des factures énergétiques des ménages et des entreprises. Ces dépenses exceptionnelles concernent les années 2022 à 2024, mais, en fonction des hypothèses du projet de budget, devraient s'estomper à partir de 2025, même s'il n'est pas exclu que les mesures sur les prix de l'énergie pourraient être prolongées une nouvelle fois.

La trajectoire des dépenses serait donc adaptée à la hausse sous l'effet de ces deux facteurs : La trajectoire entière des dépenses s'établirait à un niveau plus élevé du fait d'une inflation plus élevée que prévu (effet permanent). A ce premier impact se superposerait également une hausse additionnelle des dépenses publiques en raison de la mise en œuvre des mesures de crise. Or, malgré l'enchaînement de périodes exceptionnelles, ce second impact devrait rester temporaire, à condition toutefois que le gouvernement n'ait pas introduit de nouvelles mesures discrétionnaires.

En théorie, et à court terme, l'incidence conjointe sur le solde budgétaire d'un effet positif et persistant sur les recettes budgétaires et d'une hausse importante des dépenses publiques n'est pas déterminée, car ces deux effets se neutralisent partiellement. Cependant dans le cas qui nous incombe, l'effet négatif de la hausse des dépenses devrait l'emporter, en raison de la hausse transitoire des dépenses liées à la crise, ce qui ferait que le solde budgétaire nominal se détériorerait temporairement.

A moyen terme toutefois, donc au-delà de la période relative aux dépenses additionnelles temporaires, et toutes choses égales par ailleurs, le solde budgétaire nominal devrait revenir à son niveau projeté avant crise.

Lorsqu'on adapte les trajectoires des recettes et des dépenses en fonction des variations permanentes de leurs bases (PIB en valeur pour les recettes et IPCN pour les dépenses), l'incidence sur le solde budgétaire nominal sera alors déterminée par les révisions relatives de ces deux variables. Si la révision du niveau du PIB en valeur est supérieure à celle relative au niveau de l'IPCN, alors l'ampleur de la révision au niveau des recettes budgétaires devrait être plus importante que celle observée sur le volet des dépenses et *vice versa*, avec comme conséquence une amélioration mécanique du solde budgétaire nominal. Ce dernier devrait donc se situer à des niveaux supérieurs à ceux anticipés avant la pandémie.

Dans le cas où la détérioration temporaire du solde budgétaire nominal est financée par un endettement croissant, alors la dette publique augmenterait à concurrence de cet endettement supplémentaire.

En pratique, on observe rarement ces résultats théoriques, car d'autres facteurs interviennent également dans ce processus (décalages dans l'encaissement des impôts, variation dans les élasticités, changement de composition du PIB, etc.). C'est également le cas lorsque l'on observe la LPFP 2023-2027. Malgré l'hypothèse d'une trajectoire bien plus élevée pour le PIB en valeur entre la LPFP 2019-2023 et la LPFP 2023-2027, et dont la révision à la hausse est quasi similaire à celle observée pour l'IPCN<sup>265</sup>, la projection du solde budgétaire nominal pour 2025 (-1,2 % pour les administrations publiques) est bien plus basse que celle qui aurait sans doute prévalu dans la LPFP 2019-2023 si on avait étendu son horizon de projection de deux ans<sup>266</sup>.

265 Pour l'année 2023 (la dernière année de projection disponible dans la LPFP 2019-2023), la différence de niveau entre la projection contenue dans la LPFP 2023-2027 et la projection contenue dans la LPFP 2019-2023 est de 6,6 % pour le PIB en valeur et de 6,4 % pour l'IPCN.

266 Dans la LPFP 2019-2023, le gouvernement avait prévu un solde budgétaire de 2 % en 2023 pour les administrations publiques.

Lorsqu'on compare la LPFP 2023-2027 à la LPFP 2022-2026, alors la trajectoire du PIB en valeur a été revue (légèrement) à la baisse et celle relative à l'IPCN a été (légèrement) revue à la hausse. Mécaniquement, et à politique inchangée, le solde nominal devrait se détériorer en raison d'une incidence à la hausse sur les dépenses qui serait combinée à une incidence légèrement à la baisse sur les recettes. Cette détérioration devrait être d'autant plus forte que de nouvelles mesures pesant sur le solde budgétaire ont été introduites depuis le budget 2022. Or, le solde des administrations publiques pour l'année 2026 est resté inchangé, à -0,9 % du PIB, dans la LPFP 2023-2027 par rapport au solde projeté dans la LPFP 2022-2026. Pour une comparaison des deux LPFP, voir la dernière section du chapitre suivant.

### 3.2. LE VOLET FINANCES PUBLIQUES

La BCL analyse le volet « finances publiques » du programme budgétaire pluriannuel en fonction de deux approches différentes. Une première approche consiste à analyser les projections pluriannuelles de finances publiques à l'aune des obligations européennes, tandis qu'une seconde approche consiste à les analyser sous l'angle des engagements pris par le gouvernement au niveau national durant cette législature.

L'irruption de la crise sanitaire et économique en mars 2020 a entraîné l'activation de la *clause pour récession économique sévère* (clause dérogatoire générale ou, en anglais, « general escape clause ») du Pacte de stabilité et de croissance (PSC). Cette clause<sup>267</sup> vise à faciliter la coordination des politiques budgétaires en période de grave récession économique<sup>268</sup>.

Dans sa communication du 8 mars 2023, la Commission européenne a annoncé que la clause dérogatoire générale serait désactivée à la fin de l'année 2023. Il en résulte que les règles budgétaires tant au niveau européen qu'au niveau national (loi modifiée du 12 juillet 2024) sont réactivées depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2024.

Le tableau 44 présente les projections pluriannuelles du gouvernement pour la période 2022-2027 et les compare d'une part aux projections incluses dans la note au formateur à politique inchangée établie au mois d'octobre 2023 et d'autre part aux projections du programme de stabilité d'avril 2023.

Sur la base des informations incluses dans la programmation pluriannuelle, le solde nominal des administrations publiques se dégraderait de 0,4 p.p. en 2023 pour afficher un déficit de 0,7 % du PIB. En 2024, le solde continuerait de se détériorer à concurrence de 0,5 p.p. pour s'afficher à -1,2 % du PIB et resterait à un niveau identique en 2025. En 2026, le déficit serait réduit à concurrence de 0,3 p.p. pour atteindre 0,9 % du PIB, solde qui resterait inchangé en 2027. Toujours selon les informations de la programmation pluriannuelle et après avoir enregistré un déficit à concurrence de 1,4 % du PIB en 2022, le solde de l'administration centrale se détériorerait quant à lui à concurrence de 0,6 p.p. en 2023 et de 0,3 p.p. en 2024 pour afficher un déficit de respectivement 2,0 % et 2,3 % du PIB. En 2025, le déficit serait réduit à concurrence de 0,3 p.p. pour afficher un solde négatif de l'ordre de 2,0 % du PIB. En 2026 et 2027, l'amélioration du déficit de l'administration centrale serait d'une ampleur supérieure à celle observée au niveau des administrations publiques. L'administration centrale enregistrerait néanmoins encore un déficit de l'ordre de 1,3 % à la fin de l'horizon de projection.

<sup>267</sup> Clause instaurée par l'article 5, paragraphe 1, l'article 6, paragraphe 3, l'article 9, paragraphe 1 et l'article 10, paragraphe 3, du règlement (CE) n° 1466/97, et par l'article 3, paragraphe 5, et l'article 5, paragraphe 2, du règlement (CE) n° 1467/97.

<sup>268</sup> Par analogie, la « clause pour circonstances exceptionnelles » telle qu'incluse à l'article 6, paragraphe 1 de la loi modifiée du 12 juillet 2014 relative à la coordination et à la gouvernance des finances publiques a également été activée.

Selon la programmation pluriannuelle, et en l'absence de nouvelles mesures budgétaires, on pourrait conclure que l'amélioration des conditions macroéconomiques serait responsable de l'amélioration du solde de l'administration centrale, de l'ordre de 0,7 p.p. en cumulé au cours de la période 2025-2027.

Tableau 44 :

**Projections de finances publiques à long terme (en % du PIB)**

	2022	2023	2024	2025	2026	2027
<b>Programmation pluriannuelle 2023-2027 - mars 2024</b>						
Solde des administrations publiques	-0,3	-0,7	-1,2	-1,2	-0,9	-0,9
Solde de l'administration centrale	-1,4	-2,0	-2,3	-2,0	-1,5	-1,3
Solde de la sécurité sociale	1,3	1,3	1,0	0,7	0,5	0,3
Solde structurel des administrations publiques		0,5	0,0	-0,3	-0,3	-0,6
Dettes consolidées des administrations publiques	24,7	25,2	26,5	26,9	27,3	27,3
<b>Note (à politique inchangée) de l'IGF envoyée au formateur - octobre 2023</b>						
<b>Solde des administrations publiques</b>	-0,3	-1,9	-2,7	-2,3	-2,1	-2,2
<b>Solde de l'administration centrale</b>	-1,4	-2,7	-3,8	-3,2	-2,9	-2,7
Dettes consolidées des administrations publiques	24,7	25,0	27,8	29,6	31,2	34,4
<b>Programme de stabilité - avril 2023</b>						
Solde des administrations publiques	0,2	-1,5	-1,7	-1,0	-0,8	-0,9
Solde de l'administration centrale	-0,9	-2,9	-2,8	-2,1	-1,7	-1,6
Dettes consolidées des administrations publiques	24,6	26,1	27,5	28,2	28,6	29,0

Sources : projet de budget 2024, programmation pluriannuelle 2023-2027, Note de l'IGF au formateur à politique inchangée (octobre 2023), programme de stabilité (avril 2023)

L'évolution du ratio de dette publique par rapport au PIB serait en légère hausse dans les projections du gouvernement et atteindrait 27,3 % du PIB en 2027.

Le ratio de dette ne dépasserait donc pas l'ancien objectif national de 30 % du PIB sur l'horizon 2023-2027.

La clause pour récession économique sévère du PSC étant désactivée depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2024 et dans l'attente de l'entrée en vigueur des nouvelles règles de gouvernance<sup>269</sup>, ce sont les règles qui étaient en vigueur avant l'activation de la clause qui s'appliquent. Ainsi, les soldes structurels projetés par le gouvernement seraient en ligne avec l'Objectif à moyen terme (OMT) (fixé à 0 % du PIB pour la période 2023-2025) au cours des années 2023 et 2024 mais seraient inférieurs à l'OMT pour la période 2025-2027.

Au vu de l'incertitude qui entoure ces projections, et notamment en ce qui concerne les estimations relatives à l'écart de production, il convient d'appréhender les estimations des soldes structurels avec la plus grande prudence.

Le tableau 44 indique également que les soldes projetés dans la programmation annuelle 2023-2027 sont beaucoup plus optimistes que ceux présentés dans la note (à politique inchangée) transmise au formateur en octobre 2023.

269 Voir la partie 4 du présent avis.

Selon la note au formateur, le solde des administrations publiques serait encore déficitaire à concurrence de -2,2 % du PIB à l'horizon 2027, alors qu'il serait ramené à -0,9 % du PIB en 2027 selon les chiffres présentés dans la programmation pluriannuelle d'avril 2024. Alors que le ratio de dette atteindrait 34,4 % du PIB selon la note au formateur, il s'élèverait à seulement 27,3 % du PIB selon la programmation pluriannuelle.

Si on adapte les projections du programme de stabilité présenté en avril 2023 pour les différences enregistrés dans les données pour l'année 2022, on peut également conclure que les chiffres projetés dans la programmation pluriannuelle 2023-2027 sont plus optimistes que ceux inclus dans le programme de stabilité présenté en avril 2023.

Les améliorations dans les projections des soldes budgétaires dans la LPFP 2023-2027 par rapport à la note (à politique inchangée) de l'IGF, soit des documents produits à des intervalles de quelques semaines, sont particulièrement élevées (6,2 p.p. du PIB au total ou 1,2 p.p. du PIB en moyenne par année sur la période 2023-2027 pour le solde des administrations publiques).

La révision à la hausse des soldes dans la LPFP 2023-2027, en comparaison avec le Programme de Stabilité 2023 (pour 2023 et pour 2024) et la note budgétaire à politique inchangée d'octobre 2023, peut paraître à première vue surprenante. Le PIB nominal a en effet été révisé à la baisse et les mesures additionnelles, qui n'étaient pas encore incluses dans les projections antérieures, vont toutes dans le sens d'une dégradation des comptes publics. Toutefois, l'estimation des recettes récoltées en 2023 a été révisée à la hausse dans le projet de budget 2024, entraînant un effet de base positif sur l'horizon de projection.

#### Comparaison des deux lois de programmation pluriannuelle (2022-2026 et 2023-2027)

Cette partie compare la loi de programmation pluriannuelle 2023-2027 avec la précédente (2022-2026) et ce, dans le but d'appréhender l'origine des révisions des agrégats budgétaires au niveau des administrations publiques (total des recettes, total des dépenses et solde budgétaire).

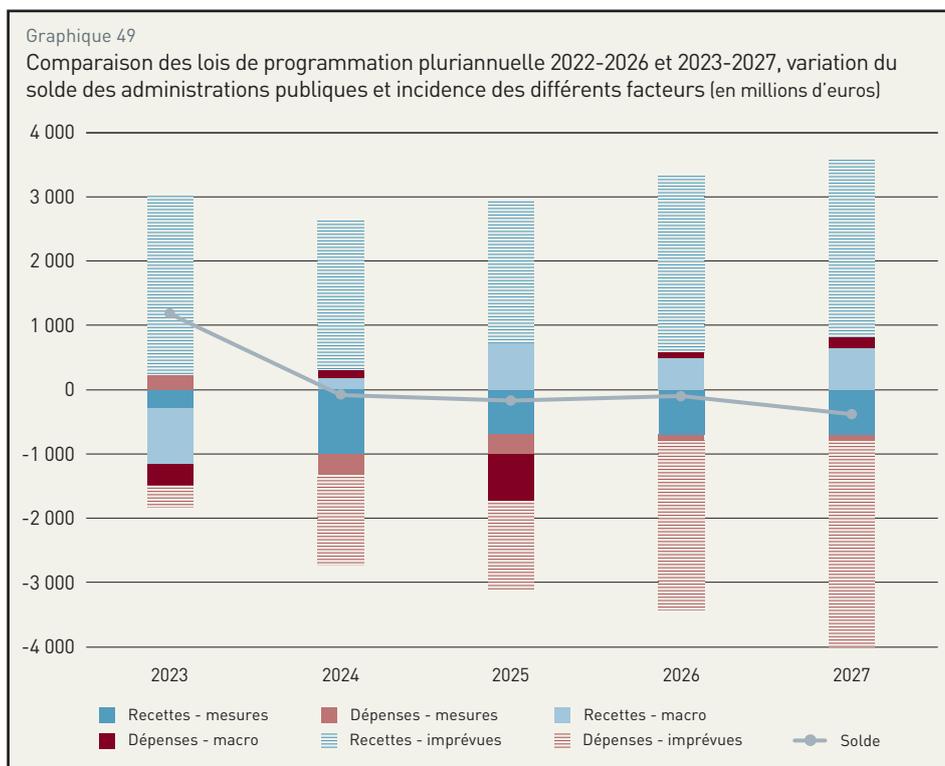
Le graphique ci-dessous reprend la comparaison des deux lois de programmation (2022-2026 et 2023-2027) en mettant en évidence, tant sur le volet des recettes que sur celui des dépenses les révisions (estimées) dues aux trois éléments suivants : les révisions des agrégats macroéconomiques (PIB nominal et indice des prix à la consommation national), les mesures additionnelles mises en œuvre et enfin, par calcul résiduel, les recettes imprévues, voire les dépenses supplémentaires<sup>270</sup>.

Les remarques suivantes peuvent être faites.

Pour l'année 2023, le solde des Administrations publiques (APU) se serait amélioré d'approximativement 1,2 milliard d'euros entre les deux LPFP, en raison principalement de recettes imprévues, de l'ordre de 2,8 milliards d'euros et de mesures sur les dépenses (report de l'acquisition de l'avion militaire à l'année 2025). Ces incidences positives sur le solde auraient néanmoins été partiellement contrebalancées par un manque à gagner du fait d'un PIB nominal plus bas (environ 850 millions d'euros) et de la mise en œuvre de nouvelles mesures expansives sur le volet des recettes (300 millions d'euros). L'inflation plus élevée et des dépenses supplémentaires auraient également impacté négativement le volet des dépenses à concurrence de respectivement 330 et 350 millions d'euros.

<sup>270</sup> Afin d'appréhender les différences entre les deux lois de programmation, les révisions afférentes aux données pour 2022 ont été isolées.

Graphique 49  
 Comparaison des lois de programmation pluriannuelle 2022-2026 et 2023-2027, variation du solde des administrations publiques et incidence des différents facteurs (en millions d'euros)



Sources : LPFP 2022-2026, LPFP 2023-2027, calculs BCL

Pour les années suivantes, le solde budgétaire resterait quasiment inchangé par rapport à la LPFP précédente. Cette stabilité apparente dans le solde budgétaire cacherait cependant des impacts provenant de différents facteurs qui se contrebalanceraient. De manière générale, les révisions du scénario macroéconomique<sup>271</sup> auraient un impact comparativement bas sur la révision des recettes et des dépenses prévues dans les deux lois de programmation, bien que leur incidence positive nette ne serait pas négligeable, surtout à la fin de l'horizon de projection.

L'introduction de mesures discrétionnaires additionnelles impacterait le solde à partir de 2024, principalement sur le volet des recettes (pour les 4 années) mais également sur le volet des dépenses (2024 et 2025)<sup>272</sup>.

Néanmoins, les deux éléments principaux expliquant les différences entre les deux jeux de prévisions seraient, d'une part, l'émergence de recettes imprévues et, d'autre part, la mise en œuvre de dépenses additionnelles.

Les recettes imprévues seraient très importantes et proviendraient principalement du supplément de recettes enregistré en 2023<sup>273</sup> et dont l'effet perdurerait sur tout l'horizon de projection.

271 Pour une présentation des aspects théoriques y relatifs, voir le chapitre 3.1 Le volet macroéconomique. Les différences dans les taux de croissance du PIB nominal sont répercutées sur les recettes tandis que les différences dans les projections d'inflation impactent les dépenses. À l'exception de l'année 2023, le taux de croissance du PIB nominal a été revu légèrement à la hausse dans la loi de programmation 2023-2027, ce qui pousse les recettes légèrement à la hausse si on considère que le PIB nominal sert de base macroéconomique pour générer les recettes budgétaires. Les projections d'inflation ont quant à elles également été revues à la hausse pour les années 2023 et 2025 alors que l'inverse prévaut pour les années 2024, 2026 et 2027. Ces révisions impactent les dépenses.

272 Les mesures additionnelles incluses dans la loi de programmation 2023-2027, mais non connues lors de la préparation de la loi de programmation 2022-2026, se réfèrent aux mesures du « Solidaritétpak 3.0 » ainsi qu'aux mesures annoncées par le nouveau gouvernement (l'indexation des barèmes fiscaux à concurrence de 4 au lieu de de 2,5 tranches indiciaires et la mise en œuvre de mesures portant sur le logement).

273 Selon les calculs, les recettes additionnelles se seraient élevées à environ 2 800 millions d'euros en 2023 (soit 3,5 % du PIB) et perdureraient sur tout l'horizon de projection. Selon les calculs désagrégés, ces recettes additionnelles proviendraient principalement des impôts courants sur le revenu et le patrimoine, notamment l'impôt sur le revenu des sociétés, les impôts sur la production et les importations et enfin les revenus de la propriété.

Sur le volet des dépenses, nous observerions également des montants conséquents de dépenses additionnelles qui augmenteraient de manière soutenue sur l'horizon de projection<sup>274</sup>. Ces hausses seraient particulièrement importantes en 2026 et 2027.

Abstraction faite des dépenses supplémentaires, les soldes budgétaires au niveau des administrations publiques repasseraient en territoire positif dès l'année 2024<sup>275</sup>.

Enfin, à l'instar des données incluses dans les lois de programmation pluriannuelle, il est difficile d'appréhender un freinage des dépenses. Ces dernières progresseraient certes à un rythme inférieur à la moyenne historique, mais augmenteraient nettement en proportion du PIB nominal.

Au vu de cet exercice technique, on peut s'interroger quant à la raison pour laquelle le gouvernement souhaite dorénavant freiner la dynamique des dépenses alors que ces dernières augmenteraient fortement par rapport à celles incluses dans la LPFP précédente (2022-2026). Ces hausses de dépenses seraient bien supérieures à une hausse mécanique considérée sur la base du scénario macroéconomique et des mesures discrétionnaires additionnelles.

Nous rappelons que ces résultats sont basés sur une approche simple et mécanique, c'est-à-dire sans jugement, et qui présuppose la cohérence entre les scénarios macroéconomiques et de finances publiques. Il convient de se rappeler de ces limites lors de l'interprétation des résultats.

### 3.2.1. Les engagements européens

Les obligations européennes du gouvernement comportent deux volets. Le premier volet consiste à maintenir un déficit public inférieur à 3 % du PIB et une dette publique inférieure à 60 % du PIB. Ces deux objectifs resteront inchangés lorsque les nouvelles règles du PSC entreront en vigueur<sup>276</sup>.

Le gouvernement est également tenu de respecter les obligations incluses dans le volet préventif<sup>277</sup> du PSC, actuellement applicables au Luxembourg.

<sup>274</sup> Les dépenses supplémentaires seraient particulièrement prononcées à partir de l'année 2024 (1 400 millions d'euros, soit 1,7 % du PIB) avant de doubler en 2026 et enfin atteindre 3 200 millions d'euros en 2027, soit 3,3 % du PIB). Tous les principaux postes budgétaires seraient impactés par ces dépenses supplémentaires et plus particulièrement la rémunération des salariés ainsi que les prestations sociales ou encore les dépenses d'investissement.

<sup>275</sup> Inversement, abstraction faite des recettes imprévues, le solde budgétaire se détériorerait par rapport à la LPFP 2022-2026. Or, sur le volet des recettes, une part importante des recettes imprévues provient de l'impôt sur le revenu des sociétés, dont les projections ont été structurellement revues à la hausse dans la LPFP 2023-2027. Cette révision à la hausse est due en partie au fait que ces projections étaient très basses et prudentes dans la LPFP précédente.

<sup>276</sup> Le Parlement européen devrait voter les nouvelles règles budgétaires dans le courant du mois d'avril 2024 avec une entrée en vigueur de ces dernières prévue pour le mois de mai 2024. Le nouveau cadre de gouvernance européen est décrit et commenté dans la partie 4 du présent avis.

<sup>277</sup> Le PSC se compose du volet préventif et du volet correctif (qui inclut les États actuellement en procédure de déficit excessif). Le Luxembourg se trouve dans le volet préventif du PSC.



Les règles en vigueur actuellement, c'est-à-dire applicables depuis la désactivation de la clause pour récession économique sévère en date du 1<sup>er</sup> janvier 2024, incluent, d'une part, le maintien d'un solde structurel en phase avec l'OMT ou convergeant vers ce dernier et, d'autre part, le respect de la « norme des dépenses »<sup>278</sup>.

Lorsque les nouvelles règles du PSC seront d'application, l'objectif du volet préventif consistera principalement à respecter une norme (adaptée) des dépenses.

L'Objectif à moyen terme du Luxembourg (OMT), en vigueur pour la période 2023 à 2025, s'élève à + 0,0 % du PIB.

Au vu des informations contenues dans le programme pluriannuel et à des fins purement analytiques, le gouvernement serait en ligne avec ses engagements au niveau européen sur la période 2023-2024.

Le solde nominal des administrations publiques afficherait un déficit inférieur à 3 % du PIB et serait donc en ligne avec l'objectif européen de déficit.

Le ratio de dette demeurerait quant à lui bien inférieur à 60 % du PIB et donc en phase avec l'objectif européen de dette sur tout l'horizon de projection.

Le solde structurel dégagé au cours de la période 2023-2024 serait en ligne avec l'OMT<sup>279</sup>.

Les nouvelles règles du PSC devraient être plus faciles à atteindre pour le Luxembourg. Elles ne prendront en effet plus en compte un Objectif à moyen terme ni encore une convergence vers ce dernier. Endéans le fait que le Luxembourg devra fournir un plan budgétaire et structurel d'une durée minimale de 4 années incluant une trajectoire des dépenses primaires nettes, le Luxembourg sera en phase avec ses objectifs européens aussi longtemps que le déficit sera inférieur à 3 % du PIB et la dette publique inférieure à 60 % du PIB. Le Luxembourg sera cependant tenu de maintenir un solde structurel inférieur à -1,5 % du PIB (sauvegarde de résilience du déficit) de manière à assurer une marge de manœuvre par rapport au critère du déficit.

Au vu des données incluses dans la programmation pluriannuelle, le Luxembourg respecterait ses engagements européens sur tout l'horizon de projection (2023-2027).

Il existerait également une marge de manœuvre pour mettre en place des mesures discrétionnaires au cours de la période 2025-2027<sup>280</sup>.

278 Depuis l'entrée en vigueur, en décembre 2011, du Pacte de stabilité et de croissance réformé (*Six-Pack*), la conformité de la trajectoire d'ajustement empruntée par les États membres vers leur OMT dans le cadre du volet préventif du PSC est évaluée selon deux piliers. Le premier pilier concerne l'ajustement structurel annuel effectué par les États membres, dont la valeur de référence doit être égale ou supérieure à 0,5 % du PIB et ce jusqu'à ce que l'OMT soit atteint. Le second pilier compare l'évolution des dépenses publiques à un taux de référence basé sur la croissance du PIB potentiel à moyen terme. Depuis janvier 2015, l'ajustement structurel annuel effectué par les États membres est modulé en fonction de la conjoncture économique. Lorsque le solde structurel est en phase avec l'OMT, la norme des dépenses ne s'applique pas, ce qui est le cas du Luxembourg.

279 Selon la recommandation faite par le Conseil ECOFIN au Luxembourg (« *2023 Country specific recommendation* »), qui était basée sur le constat d'un écart entre d'une part la projection du solde structurel pour 2023 et d'autre part l'OMT, le solde structurel devait s'améliorer de 0,3 % du PIB en 2024 correspondant à une progression maximale des dépenses primaires nettes de 4,8 %. Au vu des documents budgétaires, le solde structurel serait dorénavant en phase avec l'OMT en 2023, annulant donc le besoin de faire converger le solde structurel vers l'OMT en 2024 et par la même la restriction imposée sur la croissance des dépenses.

280 De manière illustrative, si on considère que la seule contrainte du Luxembourg sera le respect d'un déficit structurel maximum de 1,5 % du PIB, la marge de manœuvre budgétaire serait de 1,2 % du PIB en 2025 et 2026 et de 0,9 % du PIB en 2027.

### 3.2.2. Les engagements nationaux

Lors de son entrée en fonction à la fin de l'année 2023, le gouvernement s'est fixé en matière de finances publiques les objectifs suivants :

- « maintenir la notation AAA du Luxembourg. Cette notation, signe de la solidité financière du Luxembourg et garant de son attractivité économique, permet au Luxembourg d'emprunter à des taux d'intérêt avantageux ».
- « A la lumière et en complément des règles européennes, le Gouvernement mettra à jour le cadre budgétaire national avec l'objectif de définir une trajectoire soutenable en termes de dette publique ».

Comme on peut le constater, les objectifs nationaux du précédent gouvernement, qui consistaient à respecter l'objectif à moyen terme (OMT) et à un maintenir un ratio de dette publique en dessous de 30 % du PIB, n'ont pas été retenus.

Les objectifs budgétaires nationaux du présent gouvernement ne sont plus définis sous une forme quantitative mais bien sous une forme qualitative. Aucune explication n'a été fournie à ce jour permettant de savoir comment le gouvernement entend concrètement maintenir la meilleure bonification (AAA) dont bénéficie actuellement le Luxembourg.

Rappelons que la loi modifiée du 12 juillet 2014 transpose en législation nationale les obligations européennes découlant du Pacte de stabilité et de croissance ainsi celles incluses dans le Pacte budgétaire<sup>281</sup>.

À l'instar de l'activation de la clause pour récession économique sévère au niveau européen pour la période 2020-2023, la clause pour « circonstances exceptionnelles » sur le plan national, telle que prévue à l'article 6 paragraphe 1<sup>er</sup> de la loi modifiée du 12 juillet 2014 relative à la coordination et à la gouvernance des finances publiques, était également activée jusqu'à la fin 2023. Il en résulte que le mécanisme de correction<sup>282</sup> ne serait pas déclenché pour toute déviation du solde structurel par rapport à l'OMT ou par rapport à la trajectoire vers ce dernier qui serait constatée au cours de la période 2020-2023.

Les règles du PSC étant réactivées depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2024, il en est de même pour les règles incluses dans la loi modifiée du 12 juillet 2014 dont l'objectif principal consiste à maintenir un solde structurel en phase avec l'OMT ou à le faire converger vers ce dernier<sup>283</sup>.

Nous partons également du principe que les règles incluses dans la loi du 12 juillet continueront à être d'application tant que ces dernières n'ont pas été modifiées ou abrogées<sup>284</sup>.

281 Le Pacte budgétaire est défini dans le Titre 3 (articles 3-8) du Traité sur la Stabilité, la coordination et la gouvernance (TSCG).

282 « Si les comptes annuels du secteur des administrations publiques présentent un écart important par rapport à l'objectif à moyen terme ou par rapport à la trajectoire d'ajustement, et sauf dans les circonstances exceptionnelles visées à l'article 3, paragraphe 3 du Traité sur la Stabilité, la coordination et la gouvernance (TSCG), le Gouvernement inscrit au plus tard dans le projet de budget pour l'année à venir, des mesures pour rétablir la trajectoire telle que prévue dans la loi de programmation pluriannuelle en l'absence de déviations ».

283 La loi du 12 juillet 2014 comporte également le concept de « montant maximal des dépenses de l'administration centrale ».

284 Lors de la présentation du projet de budget 2024, le ministre des Finances a mentionné le fait que le Luxembourg pourrait conserver un OMT national.



Au vu des informations contenues dans la programmation pluriannuelle, le solde structurel serait en phase avec l'OMT pour les années 2023 et 2024, mais serait légèrement inférieur à l'OMT au cours de la période 2025-2027<sup>285</sup> (sous condition que le niveau de l'OMT soit maintenu à 0 % du PIB pour les années 2026 et 2027).

À la lumière de ce qui précède, on constate donc que les chiffres inclus dans la programmation pluriannuelle seraient en ligne avec les obligations européennes du Luxembourg sur tout l'horizon de projection alors que les règles nationales telles que définies actuellement seraient *prima facie* seulement respectées pour les années 2023 et 2024<sup>286</sup>.

La crise sanitaire et économique liée au COVID-19, la crise énergétique et les mesures d'accompagnement budgétaire prises en vue de stabiliser l'économie montrent à quel point la situation relative aux finances publiques peut se retourner très rapidement et un solde en équilibre, voire en léger surplus, peut être suivi par des déficits très importants (et persistants).

À l'avenir, il sera primordial de réduire au maximum les déficits au sein de l'administration centrale. Il sera également important d'amorcer la réduction de la dette publique afin de rétablir une marge de manœuvre plus importante. Dans une optique de plus long terme, un tel assainissement sera aussi nécessaire pour pouvoir affronter, dans les meilleures conditions, les défis futurs comme la hausse programmée des coûts liés au vieillissement de la population.

Malgré la dégradation des finances publiques, liée d'une part à la crise sanitaire et économique et d'autre part à la crise énergétique, les agences internationales de notation ont confirmé la meilleure appréciation (le « triple A ») pour le Luxembourg. Pour un petit pays aussi largement ouvert que le Luxembourg, cette bonité est un atout important sur la scène internationale et en particulier auprès des investisseurs étrangers à la recherche d'un environnement économique stable. Elle permet aussi au gouvernement, ainsi qu'au secteur privé, de se financer à un coût moins élevé. Au vu de ce qui précède, l'objectif visant à réduire au maximum les déficits au niveau de l'administration centrale, et à maintenir des ratios de dette à des niveaux bas, ne peut en être que renforcé.

285 L'écart projeté pour 2025 entre le solde structurel et l'OMT ne serait pas considéré comme important du fait qu'il serait inférieur à 0,5 % du PIB sur une année ou à 0,25 % du PIB en moyenne sur deux années.

286 Nous faisons abstraction de l'écart toléré qui est de 0,5 % du PIB sur une année ou de 0,25 % du PIB en moyenne sur deux années.